

PENGARUH *FREE CASH FLOW*, STRUKTUR ASET, RISIKO BISNIS DAN PROFITABILITAS TERHADAP KEBIJAKAN HUTANG

**Ni Made Dhyana Intan Prathiwi¹
I Putu Yadnya²**

^{1,2}Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Udayana, Bali, Indonesia
e-mail: dhyanaintan16@gmail.com (082342877488)

ABSTRAK

Penelitian ini dilakukan untuk mengetahui pengaruh dari *free cash flow*, struktur aset, risiko bisnis dan profitabilitas terhadap kebijakan hutang. Penelitian ini dilakukan pada perusahaan *property* dan *real estate* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada tahun 2009 - 2013. Jumlah sampel yang di ambil sebanyak 23 perusahaan dengan teknik *purposive sampling* dan melalui observasi *non-participant*. Teknik analisis yang digunakan adalah regresi linear berganda. Berdasarkan hasil penelitian yang dilakukan ditemukan bahwa variabel bebas yaitu *free cash flow*, risiko bisnis dan profitabilitas berpengaruh signifikan terhadap kebijakan hutang. Sementara variabel struktur aset tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap kebijakan hutang. *Free cash flow* dan profitabilitas berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan hutang, risiko bisnis berpengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan hutang dan struktur aset berpengaruh positif tidak signifikan terhadap kebijakan hutang.

Kata kunci: *Free Cash Flow*, Struktur Aset, Risiko Bisnis, Profitabilitas, Kebijakan Hutang

ABSTRACT

The purpose of this research is to identify the influence of free cash flow, asset structure, business risk and profitability on debt policy. This research was conducted on property and real estate company listed on the Indonesia Stock Exchange in 2009 - 2013. The number of samples taken 23 companies with a purposive sampling techniques and through non-participant observation. Multiple linear regression is used to be data analysis. Summary of research conducted found that the independent variables namely free cash flow, business risk and profitability have significantly influence to debt policy. While asset structure did not have a significant effect on the debt policy. Free cash flow and profitability have significant positive effect on debt policy, the business risk have significant negative effect on debt policy and asset structure have no significant positive effect on debt policy.

Keywords: *Free Cash Flow, Asset Structure, Business Risk, Profitability, Debt Policy*

PENDAHULUAN

Persaingan yang semakin ketat di zaman globalisasi ini menyebabkan setiap perusahaan memerlukan dana dalam jumlah yang besar untuk selalu bertumbuh dan berkembang serta mencapai kemakmuran semaksimal mungkin. Menghadapi keadaan yang demikian, setiap perusahaan diharuskan agar dapat melihat situasi yang ada sehingga dapat segera melakukan pengelolaan fungsi-fungsi manajemen seperti pada bidang pemasaran, produksi, sumber daya manusia dan juga keuangan dengan sebaik-baiknya supaya dapat menjadi lebih unggul dari persaingan yang ada. Penelitian ini memfokuskan pada pengelolaan fungsi manajemen keuangan yaitu adanya kebijakan pendanaan yang tepat karena keputusan ini berdampak langsung pada kinerja keuangan (Kumar *et al.* 2012).

Kebijakan pendanaan dapat bersumber dari dalam perusahaan (*internal*) dan dari luar perusahaan (*eksternal*). Pendanaan dari dalam perusahaan yaitu modal sendiri (modal saham) dan laba ditahan (kegiatan operasional perusahaan). *Pecking order theory* menyatakan manajer dalam menentukan sumber pembiayaan perusahaan bersumber dari internal terlebih dahulu (laba ditahan), baru menggunakan hutang dan terakhir menerbitkan saham baru (Zuraidah, 2012). Seiring perkembangan ekonomi dan tuntutan perkembangan usaha mengakibatkan pendanaan dari dalam perusahaan saja tidak cukup dalam memenuhi kebutuhan perusahaan. Manajemen perusahaan dituntut untuk mendapat tambahan dana yang bersumber dari luar perusahaan yaitu dari para kreditur selaku pihak ketiga atau berhutang.

Kebijakan hutang itu sendiri merupakan salah satu keputusan pendanaan perusahaan yang bersumber dari *eksternal* (Nabel, 2012). Kebijakan hutang adalah kebijakan yang diambil oleh pihak manajemen dalam rangka memperoleh sumber pembiayaan dari luar perusahaan sehingga dapat digunakan untuk membiayai aktivitas operasional perusahaan. Tidak sedikit yang beranggapan bahwa penggunaan hutang akan menjadi lebih aman daripada menerbitkan saham baru karena saat sebuah perusahaan berekspansi, perusahaan tersebut pasti akan membutuhkan modal dan modal yang digunakan tersebut dapat berasal dari hutang maupun ekuitas (Mulianti, 2010).

Hutang memiliki dua keunggulan penting dalam membiayai investasi sehingga dapat meningkatkan nilai perusahaan. Pertama, bunga yang dibayarkan dapat menjadi pengurang pajak, yang selanjutnya akan menurunkan biaya efektif utang tersebut. Kedua, kreditor akan mendapatkan pengembalian dalam jumlah tetap, sehingga pemegang saham tidak harus membagi keuntungannya jika bisnis berjalan dengan baik (Solikahan dkk., 2013).

Kebijakan hutang merupakan cara bagaimana perusahaan memanfaatkan fasilitas pendanaan dari luar (hutang) agar jumlah penggunaannya dapat meminimalisir besarnya risiko yang harus ditanggung perusahaan seperti keunggulan dari hutang tersebut. Perusahaan juga harus berhati-hati dalam menggunakan kebijakan hutang tersebut karena menurut *trade of theory*, semakin besar proporsi hutang perusahaan, semakin tinggi beban pokok dan bunga yang harus dibayarkan kembalidan semakin tinggi pula risiko kebangkrutan (Gusti, 2013).

Hanafi (dalam Junaidi, 2013) menyatakan bahwa penggunaan kebijakan hutang dalam perusahaan tidaklah mudah karena dalam perusahaan terdapat banyak pihak yang masing-masing membawa kepentingan yang berbeda sehingga dapat menimbulkan konflik keagenan dalam perusahaan. Konflik antara manajer dengan pemegang saham dapat diminimumkan dengan suatu mekanisme pengawasan, tetapi diperlukan biaya yang disebut *agency cost* (biaya agensi). Salah satu obyek yang memungkinkan terjadinya perbedaan kepentingan antara manajer dengan pemegang saham tersebut adalah penggunaan *free cash flow* (aliran kas bebas).

Aziz (2010) mendefinisikan bahwa *free cash flow* merupakan kas lebih suatu perusahaan yang dapat didistribusikan oleh manajer kepada kreditor atau pemegang saham yang tidak digunakan lagi untuk operasi atau investasi pada asset tetap. *Free cash flow* sering menjadi pemicu timbulnya perbedaan kepentingan antara pemegang saham dan manajer. Gusti (2013) ketika *free cash flow* tersedia, manajer diduga akan menghamburkan *free cash flow* tersebut sehingga terjadi inefisiensi dalam perusahaan. Meningkatkan pendanaan dengan hutang dapat dijadikan sebagai salah satu alternatif pengawasan terhadap manajemen sehingga mengurangi *agency cost* yang diakibatkan oleh konflik keagenan tersebut Zhang (2006).

Penelitian *Free cash flow* oleh Jaggi and A. Gul (1999), Damayanti (2006), Indahningrum dan Handayani (2009) menyatakan bahwa *free cash flow* berpengaruh signifikan terhadap kebijakan hutang perusahaan. Penelitian oleh Setiawan dan Sibagariang (2013) juga menemukan hasil positif dan signifikan

antara *free cash flow* terhadap kebijakan hutang. Perbedaan hasil penelitian oleh Aziz (2010) yang menyatakan bahwa *free cash flow* berpengaruh positif tidak signifikan terhadap kebijakan hutang dan dalam penelitian Narita (2012) *free cash flow* tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang. Penelitian oleh Rizqiyah (2010) menemukan hasil dimana *free cash flow* mempunyai pengaruh negatif terhadap kebijakan hutang.

Faktor lainnya yang dapat mempengaruhi kebijakan hutang perusahaan *property* dan *real estate* adalah struktur aset. Struktur aset yang ada pada suatu perusahaan akan berpengaruh terhadap kebijakan hutang yang dilakukan oleh perusahaan. Jumlah kekayaan dapat dijadikan jaminan perusahaan, artinya kreditur akan lebih mudah memberikan pinjaman bila disertai dengan jaminan yang besar, pihak kreditor dalam mempertimbangkan pemberian pinjaman akan memperhatikan struktur aktiva (Moh'd *et al.* 1998).

Penelitian struktur aset oleh Hardiningsih dan Oktaviani (2012), Yeniatie dan Destriana (2010) yang mengatakan bahwa terdapat pengaruh positif dan signifikan antara struktur aset perusahaan terhadap kebijakan utang perusahaan. Sedangkan hasil penelitian Susilawati dkk. (2012), dan Nugroho (2006) yang menyatakan bahwa struktur aktiva tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan hutang. Penelitian oleh Jong *et al.* (2008), Ramlall (2009), Margareta dan Ramadhan (2010) menemukan struktur aset mempunyai hubungan negatif dengan rasio hutang.

Faktor ketiga dalam penelitian ini adalah risiko bisnis. Risiko bisnis ini berkaitan dengan ketidakpastian dalam pendapatan yang diperoleh perusahaan

(Ghozali, 2007). Perusahaan yang menghadapi risiko bisnis tinggi sebagai akibat dari kegiatan operasinya, akan menghindari untuk menggunakan hutang yang tinggi dalam mendanai aktivitya karena akan muncul beban biaya atas pinjaman yang dilakukan perusahaan. Hal ini akan memunculkan beban biaya atas pinjaman yang dilakukan perusahaan.

Penelitian risiko bisnis oleh Yeniatie dan Destriana (2010), Kartika (2009), Seftianne (2011) menunjukkan bahwa risiko bisnis tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan hutang. Penelitian Mulianti (2010) mengalami pertentangan dimana disimpulkan risiko bisnis berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan hutang.

Faktor terakhir dalam penelitian ini adalah profitabilitas. Mazur (2007) Perusahaan yang profitable biasanya menggunakan hutang dalam jumlah sedikit karena perusahaan tersebut menggunakan dana internal untuk keperluan operasionalnya. Berdasarkan *agency theory*, perusahaan yang memiliki profitabilitas tinggi akan memanfaatkan hutang untuk mengurangi penyalahgunaan dalam pemakaian dana oleh manajer yang tidak memperdulikan kepentingan pemegang saham.

Penelitian profitabilitas terhadap kebijakan hutang yang dilakukan oleh Wisnu (2011) menunjukkan hasil bahwa profitabilitas berpengaruh signifikan terhadap kebijakan hutang dan Hardiningsih dan Oktaviani (2012), Abor (2005) dan Gleason *et al.* (2000) menunjukkan bahwa profitabilitas (ROE) mempunyai pengaruh signifikan positif terhadap kebijakan hutang (DER). Sedangkan penelitian oleh Nabela (2012), Fatma dan Chichti (2011), menunjukkan

profitabilitas berpengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan hutang dan penelitian oleh Kurniati (2007) menunjukkan profitabilitas berpengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap kebijakan hutang.

Keputusan tentang penggunaan hutang selain digunakan untuk memaksimalkan kemakmuran pemilik perusahaan, penggunaan hutang juga dapat memaksimalkan nilai perusahaan. Salah satu perusahaan yang dapat menunjukkan kinerja terbaik, seperti *property* dan *real estate* memiliki prospek yang baik di masa yang akan mendatang. Maraknya perusahaan yang bergerak dibidang tersebut dan pertumbuhan jumlah penduduk yang menyebabkan kebutuhan akan tempat tinggal, perkantoran, pusat perbelanjaan, taman hiburan dan kebutuhan akan sektor *property* dan *real estate* lainnya juga mengalami kenaikan.

Saham-saham sektor *property* dan *real estate* yang dinilai tahan krisis seperti yang terjadi di tahun 2008 di Eropa dan Amerika, Indonesia seolah tidak terpengaruh krisis ekonomi tersebut (Erdiana, 2011). Hal ini menyebabkan banyak investor yang tertarik berinvestasi di sektor *property* tersebut karena harga yang akan semakin meningkat setiap tahunnya. Aset di sektor ini memerlukan modal dana yang cukup besar sedangkan kebanyakan orang tidak memiliki dana dalam jumlah yang besar juga. Perusahaan-perusahaan mengalami peningkatan hutang yang merupakan suatu bentuk dari pengembangan usaha yang membutuhkan dana tambahan.

Kondisi pasar yang cukup baik akan menciptakan peluang bagi sektor *property* dan *real estate* untuk memperoleh laba sebesar-besarnya agar dapat mencapai tujuan perusahaan. Manajemen dituntut untuk dapat menyusun

kebijakan dan membuat keputusan yang tepat dalam berbagai bidang perusahaan baik yang bersifat jangka pendek maupun jangka panjang.

Penelitian ini menggunakan seluruh perusahaan *property* dan *real estate* di Bursa Efek Indonesia periode 2009-2013 yaitu berjumlah 45 perusahaan dengan jumlah sampel 23 perusahaan yang memenuhi kriteria penentuan sampel (www.sahamok.com). Berikut disajikan tabel perkembangan *debt to equity ratio* pada sampel perusahaan *property* dan *real estate* di Bursa Efek Indonesia periode tahun 2009-2013.

Tabel 1.
Perkembangan *debt to equity ratio* pada perusahaan-perusahaan Property dan Real Estate Di Bursa Efek Indonesia periode tahun 2009-2013.

No	Kode Saham	Nama Perusahaan	DER				
			2009	2010	2011	2012	2013
1	ASRI	Alam Sutera Reality Tbk	0,843	1,963	1,156	1,313	1,706
2	BAPA	Bekasi Asri Pemula Tbk	1,014	0,821	0,833	0,819	0,899
3	BKSL	Sentul City Tbk	0,219	0,168	0,151	0,278	0,405
4	BSDE	Bumi Serpong Damai Tbk	0,844	0,372	0,549	0,591	0,683
5	COWL	Cowell Development Tbk	0,581	1,046	1,354	0,568	0,645
6	CTRA	Ciputra Development Tbk	0,343	0,433	0,507	0,771	1,067
7	CTRP	Ciputra Property Tbk	0,066	0,075	0,196	0,488	0,674
8	CTRS	Ciputra Surya Tbk	0,458	0,598	0,811	1,000	1,312
9	DART	Duta Anggada Realty Tbk	3,828	2,467	0,829	0,513	0,629
10	DILD	Intiland Development Tbk	0,826	0,272	0,498	0,542	0,837
11	DUTI	Duta Pertiwi Tbk	0,630	0,552	0,456	0,278	0,236
12	GMTD	Goa Makassar Tourism Development Tbk	1,925	1,795	0,644	0,740	2,242
13	GPRA	Perdana Gapura Prima Tbk	1,332	0,970	0,897	0,864	0,664
14	JRPT	Jaya Real Property Tbk	0,867	1,096	1,149	1,250	1,297
15	KIJA	Kawasan Industri Jababeka Tbk	0,985	0,997	0,598	0,780	0,972
16	KPIG	Global Land and Development Tbk	0,143	0,071	0,076	0,234	0,207
17	LAMI	Lamicitra Nusantara Tbk	2,199	1,827	1,087	0,887	0,707
18	LPCK	Lippo Cikarang Tbk	2,112	1,960	1,486	1,305	1,119
19	LPKR	Lippo Karawaci Tbk	1,399	1,035	0,941	1,168	1,208
20	MDLN	Modernland Realty Tbk	0,697	0,826	1,126	1,063	1,063
21	PWON	Pakuwon Jati Tbk	1,939	1,658	1,421	1,414	1,266
22	SCBD	Dadanayasa Arthatama Tbk	0,957	0,579	0,335	0,340	0,292
23	SMRA	Summarecon Agung Tbk	1,592	1,861	2,270	1,851	1,933
Rata-rata			1,122	1,011	0,842	0,863	1,015

Sumber : www.idx.co.id (data diolah)

Berdasarkan Tabel 1 menunjukkan bahwa besarnya nilai rata-rata *debt to equity* (DER) mengalami fluktuasi daritahun 2009 sampai 2013 pada sampel

perusahaan *property* dan *real estate* yang terdaftar di BEI. Terdapat perbedaan tingkat penggunaan hutang mencerminkan bahwa keputusan kebijakan hutang masing-masing perusahaan berbeda-beda sesuai dengan kebijakan perusahaan yang bersangkutan demi pengembangan dan menghindari risiko yang ditimbulkan. Besarnya proporsi penggunaan hutang dalam pendanaan perusahaan mencerminkan bahwa utang yang digunakan perusahaan lebih besar dari modal sendiri, hal ini mengakibatkan perusahaan akan menanggung biaya modal yang lebih besar sebanding dengan risiko yang akan dihadapi perusahaan.

Debt to equity (DER) dapat menunjukkan tingkat risiko suatu perusahaan dimana semakin tinggi rasio DER, maka perusahaan semakin tinggi resikonya karena pendanaan dari unsur hutang lebih besar daripada modal sendiri (*equity*) artinya jika hutang perusahaan lebih tinggi dari modal sendirinya berarti rasio DER diatas 1, sehingga penggunaan dana yang digunakan untuk aktivitas operasional perusahaan lebih banyak menggunakan dari unsur hutang (Nugroho,2006).

Melihat perkembangan di sektor *property* dan *real estate* yang cukup baik dengan tingkat penggunaan dana dari masing-masing perusahaan yang berbeda dan berdasarkan penelitian-penelitian terdahulu makatujuan dari usulan penelitian ini adalah untuk mendapatkan bukti empiris bahwa *free cash flow*, struktur aset, risiko bisnis dan profitabilitas berpengaruh terhadap kebijakan hutang pada perusahaan *property* dan *real estate* di Bursa Efek Indonesia.

Setiana dan Sibagariang (2013) mendefenisikan *Free cash flow* merupakan kas perusahaan yang dapat didistribusikan kepada kreditur atau pemegang saham

yang tidak diperlukan untuk modal kerja atau investasi pada aset. Putri dan Nasir (2006) mengemukakan bahwa manajer berusaha meningkatkan kestabilan perusahaan dengan cara menggunakan *free cash flow* untuk membayar hutang, karena hutang yang terlalu tinggi meningkatkan risiko kebangkrutan. Arus kas ini merefleksikan tingkat pengembalian bagi penanam modal, baik itu dalam bentuk hutang atau ekuitas. Penelitian *Free cash flow* oleh Jaggi and A. Gul (1999), Damayanti (2006), dan Indahningrum dan Handayani (2009) menyatakan bahwa *free cash flow* berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan hutang perusahaan. Penelitian oleh Setina dan Sibagariang (2013) serta Syafi'i (2011) juga menemukan adanya signifikan antara *free cash flow* terhadap kebijakan hutang

H1 : *Free Cash Flow* berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan hutang perusahaan.

Struktur aset berhubungan dengan kekayaan perusahaan yang dapat dijadikan jaminan yang lebih fleksibel akan cenderung menggunakan hutang lebih besar daripada perusahaan yang mempunyai struktur aset tidak fleksibel. Junaidi (2013) struktur aset merupakan perbandingan antara total aktiva tetap bersih yang dapat digunakan sebagai jaminan hutang, dengan total aktiva. Struktur aset perusahaan memiliki pengaruh positif terhadap kebijakan hutang perusahaan terutama bagi perusahaan yang memiliki aktiva tetap dalam jumlah besar Fatma *et al* (2011), Hardiningsih dan Oktaviani(2012), Yeniatie dan Destriana (2010) dan Mas'ud (2008) mengatakan bahwa terdapat pengaruh positif dan signifikan antara struktur aktiva perusahaan terhadap kebijakan utang perusahaan. Berdasarkan

landasan teori dan penelitian sebelumnya dalam penelitian ini, maka hipotesis yang dapat diajukan adalah sebagai berikut:

H2 : Struktur aset berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan hutang perusahaan

Risiko bisnis adalah ketidakpastian atas proyeksi pendapatan dimasa mendatang jika perusahaan tidak menggunakan hutang sehingga dapat dilihat pengaruhnya terhadap pengambilan keputusan kebijakan hutang (Ghozali, 2007). Semakin besar risiko yang dihadapi oleh suatu perusahaan maka perusahaan akan memiliki hutang yang kecil. Menurut Destriana dan Yeniatie (2010), risiko bisnis memiliki pengaruh negative terhadap kebijakan hutang perusahaan. Perusahaan yang memiliki risiko bisnis yang tinggi akan menghindari hutang dalam mendanai perusahaan karena dengan menggunakan hutang akan menurunkan likuiditas perusahaan. Hasil penelitian oleh Murtiningtyas (2012) juga menyatakan risiko bisnis memiliki pengaruh yang signifikan terhadap kebijakan hutang dengan arah hubungan negatif. Penelitian oleh Prabansari dan Kusuma (2005) dan Nasruddin (2004) menemukan bukti bahwa risiko bisnis berpengaruh negatif terhadap struktur modal. Berdasarkan landasan teori dan penelitian sebelumnya dalam penelitian ini, maka hipotesis yang dapat diajukan adalah sebagai berikut:

H3 : Risiko Bisnis berpengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan hutang perusahaan.

Profitabilitas merupakan kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba pada masa yang akan datang (Indahningrum dan Handayani, 2009). Perusahaan dengan tingkat profitabilitas yang sangat tinggi biasanya menggunakan hutang dalam jumlah sedikit karena perusahaan tersebut

menggunakan dana internal dalam pengembaliannya (Brigham dan Houston, 2010). Apabila kebutuhan dana belum tercukupi, perusahaan dapat menggunakan hutang. Destriana (2010) menyatakan bahwa profitabilitas merupakan salah satu faktor yang mempengaruhi kebijakan hutang. Murtiningtyas (2012) menunjukkan bahwa profitabilitas berpengaruh signifikan terhadap kebijakan hutang (DER). Wisnu (2011) dalam penelitiannya menghasilkan bahwa profitabilitas berpengaruh signifikan terhadap kebijakan hutang. Berdasarkan landasan teori dan penelitian sebelumnya dalam penelitian ini, maka hipotesis yang dapat diajukan adalah sebagai berikut:

H4 : Profitabilitas berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan hutang perusahaan.

Tinggi rendahnya *free cash flow*, struktur aset, risiko bisnis dan profitabilitas menjadi faktor penentu bagi perusahaan dalam menentukan kebijakan hutang. Penelitian oleh Mutiningtyas (2012), Narita (2012) dan Rifai (2015) secara umum relatif konsisten berpengaruh terhadap kebijakan hutang secara simultan.

H5 : *Free cash flow*, struktur aset, risiko bisnis dan profitabilitas secara simultan berpengaruh terhadap kebijakan hutang.

METODE PENELITIAN

Pendekatan yang digunakan dalam penelitian ini adalah pendekatan berbentuk asosiatif yang bertujuan untuk mengetahui bagaimana pengaruh variabel independen yaitu, *free cash flow*, struktur aset, risiko bisnis dan profitabilitas terhadap variabel dependen yaitu kebijakan hutang perusahaan.

Objek penelitian ini adalah perusahaan-perusahaan *property* dan *real estate* yang terdaftar di BEI.

Variabel dependen (Y) dalam penelitian ini adalah kebijakan hutang . Kebijakan Hutang adalah kebijakan yang diambil manajemen perusahaan untuk mendapatkan sumber pembiayaan bagi perusahaan lalu dapat digunakan untuk membiayai aktivitas operasional perusahaan yang dilakukan pada perusahaan *property* dan *real estate* di Bursa Efek Indonesia periode tahun 2009-2013.

Variabel independen (X) dalam penelitian ini adalah (X₁) *Free Cash Flow*, (X₂) Struktur Aset, (X₃) Risiko Bisnis dan (X₄) Profitabilitas. *Free cash flow* merupakan kas lebih perusahaan yang dapat didistribusikan kepada pemegang saham atau kreditor yang tidak diperlukan untuk modal kerja atau investasi pada asset tetap (Ross et al, 2000) dalam Setiana dan Sibagariang (2013). Menurut Weston dan Copeland (1995:175) dalam Lusangaji (2013), struktur aset adalah perimbangan atau perbandingan antara aktiva tetap dan total aktiva pada perusahaan *property* dan *real estate* di Bursa Efek Indonesia tahun 2009-2013. Brigham dan Houston (2010), risiko bisnis merupakan ketidakpastian mengenai proyeksi pengembalian atas aktiva di masa mendatang. Profitabilitas merupakan tingkat keuntungan bersih yang mampu diraih oleh perusahaan *property* dan *real estate* di Bursa Efek Indonesia periode tahun 2009-2013 pada saat menjalankan operasionalnya.

Berdasarkan jenis, terdapat dua jenis data yang digunakan dalam penelitian yaitu data kualitatif dan data kuantitatif. Penelitian ini menggunakan jenis data kuantitatif yaitu data yang berbentuk angka (Sugiyono, 2008:13). Data

kuantitatif dalam penelitian ini meliputi laporan keuangan perusahaan *property* dan *real estate* di Bursa Efek Indonesia.

Berdasarkan sumber, data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder yaitu data yang diperoleh dalam bentuk sudah jadi, sudah dikumpulkan dan diolah oleh pihak lain (Sugiyono, 2008:193). Data tersebut melalui publikasi laporan keuangan tahunan perusahaan *property* dan *real estate* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia melalui *Indonesian Capital Market Directory* (ICMD).

Tabel 2.
Seleksi Sampel Berdasarkan Kriteria

No.	Kriteria	Jumlah	Akumulasi
1.	Perusahaan <i>property</i> dan <i>real estate</i> yang terdaftar di BEI periode tahun 2009-2013	45	45
2.	Perusahaan <i>property</i> dan <i>real estate</i> yang secara konsisten tidak terdaftar di BEI periode tahun 2009-2013	9	36
3.	Perusahaan <i>property</i> dan <i>real estate</i> yang tidak mempublikasikan laporan keuangan auditan per 31 Desember secara lengkap periode tahun 2009-2013	2	34
4.	Perusahaan <i>property</i> dan <i>real estate</i> yang tidak memperoleh laba selama periode tahun 2009-2013	11	23
Total Sampel			23

Sumber: data sekunder diolah, (2016)

Populasi yang digunakan dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan *property* dan *real estate* yang aktif diperdagangkan di Bursa Efek Indonesia periode 2009-2013 yaitu berjumlah 45 perusahaan. Metode penentuan sampel yang digunakan dalam penelitian ini adalah *purposive sampling* yang merupakan teknik penentuan sampel anggota populasi dengan pertimbangan atau kriteria tertentu (Sugiyono, 2008:78). Berdasarkan kriteria yang telah ditetapkan, maka diperoleh sampel sebanyak 23 perusahaan pada sektor *property* dan *real estate* periode tahun 2009-2013 yang memenuhi kriteria penelitian, yang disajikan pada Tabel 2.

Metode pengumpulan data yang digunakan dalam penelitian ini adalah metode observasi *non-participant*. Rahyuda (2004:78) menjelaskan bahwa metode observasi *non-participant* pengumpulan data dengan pengamatan, dimana peneliti tidak terlibat langsung dalam aktivitas tetapi hanya sebagai pengamat independen. Kumpulan laporan keuangan diperoleh dari ICMD.

Model regresi linier berganda (*multiple linier regression method*) digunakan untuk mengetahui apakah terdapat pengaruh yang signifikan dari satu variabel terikat (*dependen*) dan lebih dari satu variabel bebas (*independen*). Analisis regresi berganda dalam penelitian ini digunakan untuk mengetahui pengaruh *free cash flow*, struktur aset, risiko bisnis dan profitabilitas terhadap kebijakan hutang pada perusahaan *property* dan *real estate* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (Sugiyono, 2012):

$$Y = \alpha + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \beta_3 X_3 + \beta_4 X_4 + e_i \dots\dots\dots(1)$$

Keterangan:

- Y = kebijakan hutang pada penelitian ini diukur dengan menggunakan jumlah total hutang dibandingkan dengan modal sendiri.
- α = konstanta
- $\beta_1 - \beta_4$ = koefisien regresi, merupakan besarnya perubahan variabel terikat akibat perubahan tiap-tiap unit variabel bebas
- X1 = *free cash flow*
- X2 = struktur aset
- X3 = risiko bisnis
- X4 = profitabilitas
- e_i = kesalahan residual (error)

Penggunaan analisis regresi sebagai teknik analisis data diawali dengan melakukan uji asumsi klasik guna mengetahui kelayakan data untuk dilakukan analisis regresi. Hasil dari analisis regresi akan dilakukan uji hipotesis untuk mengetahui signifikansi pengaruh variabel bebas terhadap variabel terikat.

HASIL DAN PEMBAHASAN

Analisis regresi linier berganda digunakan untuk mengetahui pengaruh *free cash flow*, struktur aset, risiko bisnis, profitabilitas perusahaan terhadap kebijakan hutang pada perusahaan *Property* dan *Real Estate* di Bursa Efek Indonesia. Hasil dari analisis regresi linier berganda ditunjukkan pada Tabel 3 berikut:

Tabel 3.
Ringkasan Hasil Analisis Regresi Linier Berganda

Variabel	Koefisien Regresi	Sig
Konstanta	2,313	0,000
Free Cash Flow	0,052	0,003
Struktur Aset	0,848	0,116
Risiko Bisnis	-5,762	0,040
Profitabilitas	1,632	0,025
R Square	= 0,532	F = 5,211
Adj. R Square	= 0,491	Sig. = 0,001

Sumber: data sekunder diolah, (2016)

$$Y = 2,313 + 0,052X_1 + 0,848X_2 - 5,762X_3 + 1,632X_4$$

Keterangan :

- Y = Kebijakan Hutang
- X₁ = Free Cash Flow
- X₂ = Struktur Aset
- X₃ = Risiko Bisnis
- X₄ = Profitabilitas

Berdasarkan hasil analisis didapat $\alpha = 2,313$ artinya jika nilai variabel *free cash flow*, struktur aset, risiko bisnis dan profitabilitas sama dengan nol, maka nilai kebijakan hutang sebesar 2,313 persen. $\beta_1 = 0,052$ artinya bahwa setiap peningkatan 1 persen *free cash flow*, maka kebijakan hutang akan mengalami peningkatan sebesar 0,052 persen dengan asumsi variabel lainnya konstan. $\beta_2 = 0,848$ artinya bahwa setiap peningkatan 1 persen struktur aset, maka kebijakan hutang akan mengalami peningkatan sebesar 0,848 persen dengan asumsi variabel

lainnya konstan. $\beta_3 = -5,762$ artinya bahwa setiap peningkatan 1 persen risiko bisnis, maka kebijakan hutang akan mengalami peningkatan sebesar -5,762 persen dengan asumsi variabel lainnya konstan. $\beta_4 = 1,632$ artinya bahwa setiap peningkatan 1 persen profitabilitas, maka kebijakan hutang akan mengalami peningkatan sebesar 1,632 persen dengan asumsi variabel lainnya konstan.

Koefisien determinasi (R^2) mengukur seberapa jauh variasi variabel dependen dapat dijelaskan oleh variabel independennya. Pada Tabel 3 memperlihatkan bahwa besarnya nilai *R square* adalah sebesar 0,532 ini berarti bahwa 53,2 persen variasi kebijakan hutang dipengaruhi oleh *free cash flow*, struktur aset, risiko bisnis dan profitabilitas perusahaan sedangkan sisanya 46,8 persen dipengaruhi oleh faktor-faktor lain yang tidak dimasukkan dalam model penelitian.

Pengujian ini dilakukan untuk mengetahui kelayakan validitas dari suatu model regresi berganda, yaitu mengukur pengaruh variabel bebas secara simultan terhadap variabel terikat. Hipotesis yang diajukan dapat diterima bila nilai $F_{hitung} > F_{tabel}$.

Pengujian kelayakan model (uji F) dengan uji ANOVA diperoleh tingkat signifikansi sebesar 0,001 lebih kecil dari $\alpha = 5\%$ dan nilai $F_{hitung} = 5,221$ sedangkan $F_{tabel} = 2,45$. Oleh karena F_{hitung} lebih besar dari F_{tabel} ($5,221 > 2,45$), maka hipotesis 5 diterima dan H_0 ditolak. Hal ini berarti bahwa variabel bebas (*free cash flow*, struktur aset, risiko bisnis dan profitabilitas) berpengaruh secara simultan terhadap kebijakan hutang, maka model regresi yang digunakan dianggap layak dan mampu memprediksi kebijakan hutang perusahaan *property* dan *real*

estate di BEI. Dilihat dari *R Square* sebesar 0,532, maka variasi kebijakan hutang dapat dijelaskan oleh variasi *free cash flow*, struktur aset, risiko bisnis dan profitabilitas sebesar 53,2% sedangkan sisanya 46,3% dijelaskan oleh variabel lain yang tidak termasuk dalam model regresi.

Uji statistik *t* menunjukkan seberapa jauh pengaruh suatu variabel independen yang terdiri dari *free cash flow*(X_1), struktur aset (X_2), risiko bisnis (X_3) dan profitabilitas (X_4) secara individual dalam menerangkan variasi variabel dependen yaitu kebijakan hutang (Y). Hipotesis yang diajukan dapat diterima bila nilai $t_{hitung} > t_{tabel}$ atau variabel independen dikatakan berpengaruh terhadap variabel dependen apabila nilai sig. < nilai α (0,05). Hasil uji statistik *t* dilihat pada Tabel 4 dengan program SPSS.

Tabel 4.
Hasil Uji Statistik t

No.	Variabel	Koefisien Regresi	t_{hitung}	Sig.	t_{tabel}
1.	Free Cash Flow	0,052	3,040	0,003	1,982
2.	Struktur Aset	0,848	1,588	0,116	1,658
3.	Risiko Bisnis	-5,762	-2,083	0,040	1,658
4.	Profitabilitas	1,632	2,271	0,025	1,982

Sumber: data sekunder diolah, (2016)

Berdasarkan Tabel 4 koefisien *free cash flow* (X_1) secara parsial menunjukkan nilai sebesar 0,052 yang berarti bahwa *free cash flow* memiliki pengaruh sebesar 5,2% dengan arah positif yang berarti bahwa peningkatan *free cash flow* menyebabkan kenaikan pada kebijakan hutang dan penurunan kebijakan hutang. Berdasarkan tabel 4 juga dapat dilihat nilai t_{hitung} sebesar 3,040 lebih besar dari t_{tabel} 1,982 yang menunjukkan bahwa *free cash flow* berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan hutang.

Berdasarkan Tabel 4 koefisien variabel struktur aset (X2) secara parsial menunjukkan nilai sebesar 0,848 yang berarti bahwa struktur aset (X2) memiliki pengaruh sebesar 84,8% dengan arah positif yang berarti peningkatan struktur aset menyebabkan kenaikan dan penurunan kebijakan hutang. Berdasarkan tabel 4 juga dapat dilihat nilai t_{hitung} sebesar 1,588 lebih kecil dari t_{tabel} 1,658 menunjukkan bahwa struktur aset tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan hutang.

Berdasarkan Tabel 4 koefisien risiko bisnis (X3) secara parsial menunjukkan nilai sebesar -5,762 yang berarti bahwa risiko bisnis memiliki pengaruh sebesar -576,2% dengan arah negatif yang berarti risiko bisnis perusahaan meningkat maka perusahaan akan menghadapi ketidakpastian, sehingga risiko perusahaan juga makin besar. Peningkatan risiko tersebut membawa implikasi bahwa perusahaan akan memperkecil porsi penggunaan hutang dalam melakukan pendanaannya. Berdasarkan Tabel 4 juga dapat dilihat t_{hitung} sebesar -2.083 lebih kecil dari t_{tabel} 1,658 ($-t_{hitung} < -t_{tabel}$) yang menunjukkan bahwa risiko bisnis berpengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan hutang.

Berdasarkan tabel 4 koefisien profitabilitas (X4) secara parsial menunjukkan nilai sebesar 1,632 yang berarti bahwa profitabilitas memiliki pengaruh sebesar 163,2% dengan arah positif yang berarti bahwa peningkatan profitabilitas perusahaan menyebabkan kenaikan kebijakan hutang dan penurunan kebijakan hutang. Berdasarkan Tabel 4 juga dapat dilihat nilai t_{hitung} sebesar 2,271 lebih besar dari t_{tabel} 1,982 yang menunjukkan bahwa profitabilitas berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan hutang.

Uji hipotesis yang dilakukan antara variabel *free cash flow* dengan kebijakan hutang dapat memunculkan simpulan bahwa *free cash flow* berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan hutang pada perusahaan *Property* dan *Real Estate* di Bursa Efek Indonesia periode tahun 2009-2013. Hal ini tercermin dari nilai koefisien regresi sebesar 0,052 yang menunjukkan bahwa *free cash flow* memiliki pengaruh sebesar 5,2% dengan arah positif dengan sig. $0,003 < 0,05$ menandakan adanya pengaruh yang signifikan terhadap kebijakan hutang, maka hipotesis 1 yang diajukan diterima. Hubungan yang positif berarti apabila *free cash flow* mengalami penambahan maka kebijakan hutang perusahaan juga akan mengalami penambahan nilai untuk kegiatan pendanaan perusahaan dan begitu juga sebaliknya. Dengan meningkatkan hutang, manajer dapat mengurangi kontrol manajer terhadap aliran kas perusahaan sehingga dapat menurunkan biaya agensi dari konflik keagenan yang ditimbulkan akibat penggunaan *free cash flow* yang berlebihan. Hasil penelitian ini sesuai dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Setiana dan Sibagariang (2013) bahwa *free cash flow* berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan hutang.

Hasil pengujian hipotesis anantara variabel struktur aset dengan kebijakan hutang tercermin dari nilai koefisien regresi yaitu sebesar 0,848 yang menunjukkan bahwa struktur aset memiliki pengaruh 84,8% dengan arah positif dan dengan nilai sig. sebesar $0,116 > 0,05$ menandakan bahwa adanya pengaruh yang tidak signifikan terhadap kebijakan hutang, maka hipotesis 2 yang diajukan di tolak. Hasil penelitian yang sama didapat oleh Susilawati, dkk. (2012) dan Nugroho (2006) yang menyatakan bahwa struktur aktiva tidak signifikan

mempengaruhi *debt to equity ratio*. Sehingga penelitian ini tidak mendukung hasil penelitian Hardiningsih dan Oktaviani (2012) serta penelitian oleh Yeniatie dan Destriana (2010) yang menyatakan bahwa struktur aset berpengaruh signifikan terhadap kebijakan hutang.

Dari hasil analisis di atas, struktur aset perusahaan *property* dan *real estate* di BEI tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan hutang sehingga tidak terdapat pengaruh signifikan struktur aset terhadap kebijakan hutang perusahaan *property*. Hasil penelitian ini menjelaskan bahwa aktiva tetap tidak menjadi tolak ukur perusahaan dalam menentukan tingkat hutang yang akan diperhitungkan oleh perusahaan. Dalam perusahaan *property* ini aktiva tetap tidak digunakan sebagai jaminan dalam menggunakan dana eksternal atau hutang karena pada industri *property* ini, tanah dan bangunan yang dimiliki masuk kedalam klasifikasi aset lancar atau persediaan. Hal ini bertolak belakang dengan teori yang menyatakan struktur aset berpengaruh signifikan terhadap kebijakan hutang.

Hasil pengujian hipotesis 3 antara variabel risiko bisnis terhadap kebijakan hutang berpengaruh negatif, dapat dilihat dari nilai koefisien regresi yaitu sebesar -5,762 yang menunjukkan bahwa risiko bisnis memiliki pengaruh sebesar -576,2% dengan arah negatif dan dengan nilai sig. sebesar $0,04 < 0,05$ menandakan bahwa adanya pengaruh yang signifikan. Hal ini memiliki arti bahwa variabel risiko bisnis berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan hutang yang terdapat pada perusahaan *Property* dan *Real Estate* di Bursa Efek Indonesia periode tahun 2009-2013, maka hipotesis 3 yang diajukan diterima.

Hasil penelitian yang sama didapat oleh Destriana dan Yeniatie (2010), Mulianti (2010) dan Nuswandari (2013) yang menyatakan bahwa risiko bisnis berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan hutang. Hal ini sejalan dengan *Trade off theory* yang menyeimbangkan manfaat dari penggunaan hutang dengan pengorbanan yang ditimbulkan. Risiko Bisnis yang tinggi cenderung menghindari pendanaan dengan menggunakan hutang karena semakin banyak menggunakan hutang, akan semakin tinggi beban biaya kebangkrutan. Selain itu kreditur cenderung menolak untuk memberikan pinjaman jika perusahaan tersebut memiliki risiko bisnis yang tinggi. Semakin tinggi risiko bisnis maka akan semakin rendah kebijakan hutang.

Hasil pengujian hipotesis 4 antara variabel profitabilitas terhadap kebijakan hutang berpengaruh positif, dapat dilihat pada nilai koefisien regresi sebesar 1,632 yang menunjukkan bahwa profitabilitas memiliki pengaruh sebesar 163,2% dengan arah positif dan dengan nilai sig. sebesar $0,025 < 0,05$ menandakan bahwa adanya pengaruh yang signifikan, maka hipotesis 4 di terima. Arah hubungan positif menunjukkan profitabilitas memiliki hubungan yang sangat kuat dengan kebijakan hutang, dimana ketika profitabilitas meningkat maka kebijakan hutang pun akan meningkat dan begitu juga sebaliknya apabila profitabilitas menurun maka kebijakan hutang juga akan menurun. Hasil penelitian ini mendukung teori keagenan dimana karena profit perusahaan *property* dan *real estate* yang tinggi, maka profit tersebut akan dibagi dalam bentuk deviden, selanjutnya dalam pendanaan perusahaan menggunakan hutang agar tidak terjadi penyalahgunaan dana oleh manajemen. Hasil penelitian yang

sama diperoleh oleh Nurlaelasari dan Astuti (2013), Wisnu (2011), serta Hardiningsih dan Oktaviani (2012) bahwa ROE mempunyai pengaruh positif terhadap kebijakan hutang (DER).

SIMPULAN DAN SARAN

Berdasarkan penjelasan pada bab sebelumnya maka dapat ditarik beberapa simpulan bahwa *free cash flow* secara parsial berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan hutang pada perusahaan *property* dan *real estate* di Bursa Efek Indonesia periode tahun 2009-2013. Struktur aset secara parsial berpengaruh positif tidak signifikan terhadap kebijakan hutang pada perusahaan *property* dan *real estate* di Bursa Efek Indonesia periode tahun 2009-2013. Risiko bisnis secara parsial berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan hutang pada perusahaan *property* dan *real estate* di Bursa Efek Indonesia periode tahun 2009-2013. Profitabilitas secara parsial berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan hutang pada perusahaan *property* dan *real estate* di Bursa Efek Indonesia periode tahun 2009-2013. *Free cash flow*, struktur aset, risiko bisnis dan profitabilitas secara simultan berpengaruh signifikan terhadap kebijakan hutang perusahaan *property* dan *real estate* di Bursa Efek Indonesia periode tahun 2009-2013.

Saran yang dapat diberikan berdasarkan hasil penelitian yang dilakukan adalah bagi peneliti selanjutnya dapat dilakukan penelitian dengan meneliti variabel lain yang memengaruhi kebijakan hutang dikarenakan nilai determinasi (R^2) sebesar 53,2% atau dengan kata lain 46,8 persen dipengaruhi oleh faktor-faktor lain yang tidak dimasukkan dalam model penelitian, menambah jumlah

sampel yang digunakan atau menggunakan sektor penelitian yang lain serta menambah periode waktu penelitian. Bagi investor diharapkan dapat memperhatikan variabel *free cash flow*, risiko bisnis dan profitabilitas yang berpengaruh secara signifikan terhadap kebijakan hutang sebelum mengambil keputusan dalam melakukan investasi di pasar modal.

REFERENSI

- Abor, J. 2005. The Effect of Capital Structure on Profitability: Empirical Analysis of Listed Firms in Ghana. *Journal of Risk Finance*, 6(5): 438-45.
- Aziz, Reza Z. 2010. Pengaruh Free Cash Flow, Struktur Kepemilikan, Size dan Profitabilitas Terhadap Kebijakan Hutang Perusahaan Yang Masuk Di Jakarta Islamic Index (JII). *Skripsi*, Yogyakarta.
- Brigham, E F, dan Houston, J F. 2010. Dasar-Dasar Manajemen Keuangan. Buku Kedua. Edisi Kesepuluh. Jakarta : Penerbit Salemba Empat.
- Damayanti, Istrina. 2006. Analisis Pengaruh Free Cash Flow dan Struktur Kepemilikan Saham Terhadap Kebijakan Hutang Utang Pada Perusahaan Manufaktur di Indonesia. *Skripsi*. UII, Yogyakarta.
- Destriana, Nicken dan Yeniatie. 2010. Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Kebijakan Hutang Pada Perusahaan Non Keuangan Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Bisnis dan Akuntansi*, 12(1):1-16.
- Erdiana, Helda Endah. 2011. Analisis Pengaruh Firm size, Business Risk, Profitability, Assets Growth dan Sales Growth Terhadap Struktur Modal. *Skripsi*. Semarang: Universitas Diponegoro.
- Fatma, B.M. and Chicthti, J. 2011, Inter-action Between Free Cash Flow, Debt Policy and Structure og Governance: Three Stage Least Simultaneous Model Approach. *Journal of Management Research*, 3(2).
- Ghozali, Imam. 2007. Manajemen Risiko Perbankan Pendekatan Kuantitatif Value at Risk (VAR). Semarang: Badan Penerbit Universitas Diponegoro.
- Gleason, K. C., L. K. Mathur, and I. Mathur. 2000. The Interrelationship between Culture, Capital Structure, and Performance: Evidence from European Retailers. *Journal of Business Research*, 50(2): 185–91.
- Gusti, Bertha F. 2013. Pengaruh Free Cash Flow dan Struktur Kepemilikan Saham Terhadap Kebijakan Hutang Dengan Investment Opportunity Set Sebagai Variabel Moderating. *Skripsi*. Universitas Negeri Padang.

- Hardiningsih, Pancawati dan Oktaviani, Rachmawati M. 2012. Determinan Kebijakan Hutang Dalam Agency Theory dan Pecking Order Theory. *Jurnal Dinamika Akuntansi, Keuangan dan Perbankan*.
- Indahningrum, R. Putri dan Handayani, Ratih. 2009. Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Dividen, Pertumbuhan Perusahaan, *Free Cash Flow* dan Profitabilitas terhadap Kebijakan Hutang Perusahaan. *Jurnal Bisnis dan Akuntansi*, 11(3): 189-207.
- Jaggi, Bikki and A. Gul, Ferdinand. 1999. An Analysis of Joint Effects of Investment Opportunity Set, Free Cash Flows and Size on Corporate Debt Policy. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 12: 371-381.
- Jong. Abe, Kabir and Nguyen, Thuy Thu. 2008. Capital Structure Around The World: The Role of Firm- and Country-Specific Determinants. *Journal of Banking & Finance*, 32(2): 1954-1969.
- Junaidi, Akhmad Afif. 2013. Analisis Pengaruh Free Cash Flow, Struktur Kepemilikan, Kebijakan Deviden, Struktur Aktiva dan Profitabilitas Terhadap Kebijakan Hutang Perusahaan (Studi Empiris Pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di BEI Periode 2008-2011). *Skripsi*. Semarang: Universitas Dian Nuswantono
- Kieso, D.E., Weygandt, jj., and Warfield T.D. 2007. *Intermediate Accounting*, Twelfth Edition, Asia: John Wiley and Sons.
- Kim, Wi Saeng and Eric H. Sorensen. 1986, Evidence on the Impact of the Agency Costs of Debt on Corporate Debt Policy. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 21(2): 131-144.
- Kumar, S., Anjum, B., and Nayyar, S. 2012. Financing Decisions: Studi of Pharmaceutical Companies of India. *International Journal of Marketing, Financial Services & Management Research*, 1(1): 14-28.
- Kurniati, W. 2007. Pengaruh Struktur Kepemilikan Terhadap Kebijakan Hutang Perusahaan. *Tesis*. Semarang
- Mazur, K. 2007. The Determinant of Capital Structure Choice: Evidence From Polish Companies. *Int Adv Res*, 13: 495-514.
- Margaretha, F dan Ramadhan, A.R. 2010. Faktor-faktor yang Mempengaruhi Struktur Modal pada Industri Manufaktur di Bursa Efek Indonesia, *Jurnal Bisnis dan Akuntansi*. 12(2): 119-130.
- Moh'd, M.A., Perry, L.G., & Rimbey, J.N. 1998. The Im-pact of Ownership Structure on Corporate Debt Policy: A Time Series Cross-Sectional Analysis. *Financial Review*, 33(3): 85-99.

- Murtiningtyas, Andhika Ivona. 2012. Kebijakan Deviden, Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Profitabilitas, Risiko Bisnis Terhadap Kebijakan Hutang. *Jurnal Akuntansi*, 1(2).
- Nabela, Yoandhika. 2012. Pengaruh Kepemilikan Institusional, Kebijakan Deviden dan Profitabilitas Terhadap Kebijakan Hutang Pada Perusahaan Properti dan Real Estate di BEI. *Jurnal Manajemen*, 1(1).
- Narita, Rona M, 2012. Analisis Kebijakan Hutang. *Accounting Analysis Journal*, 1(2).
- Nugroho, Asih Suko, ST. 2006. Analisis Faktor-faktor yang mempengaruhi struktur modal perusahaan property yang go-public di bursa efek Jakarta untuk periode tahun 1994-2004. *Tesis*: Program Pasca Sarjana Universitas Diponegoro, Semarang.
- Nuswandari, Cahyani. 2013. Determinan Struktur Modal Dalam Perspektif Pecking Order Theory dan Agency Theory. *Jurnal Dinamika Akuntansi, Keuangan dan Perbankan*, 2(1): 92-102.
- Rahyuda, I Ketut, I Gst Wayan Murjana Yasa dan Ni Nyoman Yuliarmi. 2004. *Metodologi Penelitian*. Denpasar : Fakultas Ekonomi Unud.
- Ramlall, L. 2009. Determinants of Capital Structure Among Non-Quoted Mauritian Firms Under Specificity of Leverage: Looking for a Modified Pecking Order Theory. *International Research Journal of Finance and Economic*, 31: 83-92.
- Rifai, Mohamad Hidayat. 2015. Pengaruh Risiko Bisnis, Pertumbuhan Perusahaan, Ukuran Perusahaan dan Struktur Aktiva Terhadap Kebijakan Hutang pada Perusahaan Sektor Property dan Real Estate yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia. *Skripsi*. Yogyakarta : Universitas Negeri.
- Rizqiyah, N. 2010. Analisis Pengaruh Free Cash Flow dan Kepemilikan Manajerial Terhadap Kebijakan Hutang Perusahaan Manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia, *Tesis*.
- Seftianne. 2011. Faktor-faktor yang Mempengaruhi Struktur Modal Pada Perusahaan Publik Sektor Manufaktur. *Jurnal bisnis dan akuntansi*, 13(1).
- Setiana, Esa dan Sibagariang, Reffina. 2013. Pengaruh Free Cash Flow dan Kepemilikan Manajerial Terhadap Kebijakan Hutang Pada Perusahaan Manufaktur di BEI. *Jurnal Telaah Akuntansi*, 15(1): 1693-6760.
- Solikahan, Eka Zahra, Kusuma Ratnawati dan Achmad Helmy D., 2013. Pengaruh Leverage dan Investasi Terhadap Nilai Perusahaan (Studi pada Perusahaan Makanan dan Minuman di Bursa Efek Indonesia). *Jurnal Aplikasi Manajemen*, 11(3): 427-433.

- Sugiyono. 2010. *Metode Penelitian Kuantitatif Kualitatif dan R&D*. Alfabeta. Bandung
- Syafi'I, Imam. 2011. Managerial Ownership, Free Cash Flow dan Growth Opportunity terhadap Kebijakan Utang. *Media Mahardika*, 10(1): 1-2.
- Utama, Made Suyana. 2012. *Aplikasi Analisis Kuantitatif*. Edisi Keenam. Denpasar, Fakultas Ekonomi Universitas Udayana.
- Wu, L. 2004. The Impact of Ownership Structure on Debt Financing of Japanese Firms With the agency cost of Free Cash Flow. *EFMA Meetings Paper*.
- Yeniatie dan Destriana, nicken. 2010. Faktor- faktor yang Mempengaruhi Kebijakann Hutang pada Perusahaan Non Keeuangan yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal bisnis dan akuntansi*, 12(1): 1-16.
- Zhang, Y. 2009. Are Debt and Incentive Compensation Substitutes in Controlling the Free Cash Flow Agency Problem? *Financial Management*, 38(3): 507-541.
- Zuraidah, Ahmad, Abdullah dan Shashazrina Roslan. 2012. Capital Structure Effect on Firms Performance: Focusing on Consumers and Industrials Sectors on Malaysian Firms. *International Review of Business Research Papers*, 8(5): 137-1.